

UFRJ/IEI
10338
043254-7

TEXTO PARA DISCUSSÃO

Globalização financeira,
liberalização cambial e
vulnerabilidade externa da
economia brasileira

Nº 338

Reinaldo Gonçalves*

Julho de 1995

**Instituto de Economia Industrial
Universidade Federal do Rio de Janeiro**

Universidade Federal do Rio de Janeiro
Instituto de Economia Industrial

Globalização financeira,
liberalização cambial e
vulnerabilidade externa da
economia brasileira

Nº 338

Reinaldo Gonçalves*



43 - 016727

Julho de 1995

*Professor Titular de Economia Internacional do Instituto de Economia da
Universidade Federal do Rio de Janeiro.

Instituto de Economia Industrial - IEI/UFRJ

Diretor José Ricardo Tauile
Coordenador de Ensino Carlos Aguiar de Medeiros
Coordenador de Pesquisa João Luis Maurity Saboia
Coordenador de Publicações David Kupfer
Supervisão Gláucia Aguiar
Projeto Gráfico Ana Cecília Bedran
Gláucia Aguiar
Jorge Amaro

Editoração Eletrônica Ana Lucia Ribeiro
Jorge Amaro
BIBLIOTECA
Impressão Celio de Almeida Mentor
Data: 06/09/95 Luiz Jorge de Araújo Góes
N.º Registro: 043254-7 a Silva Inacio

Ficha Catalográfica

GONÇALVES, Reinaldo.

Globalização financeira, liberalização cambial e vulnerabilidade externa da economia brasileira. / Reinaldo Gonçalves. -- Rio de Janeiro: UFRJ/IEI, 1995.

52 p.: il. tab. 44 (Texto para Discussão. IEI/UFRJ; n° 338)

Bibliografia: p. 39

1. Brasil - Política Cambial, 1989-94. 2. Internacionalização do Capital. 3. Sistema Financeiro. I. Título. II. Série.

us 97614

Globalização financeira, liberalização cambial e vulnerabilidade externa da economia brasileira

Introdução

O sistema financeiro internacional tem se caracterizado por três fenômenos marcantes nos últimos anos. O primeiro tem origem nos países desenvolvidos e é conhecido como *globalização financeira*. O segundo fenômeno pode ser observado de forma mais contundente em um número expressivo de países em desenvolvimento e caracteriza-se pela maior *liberalização cambial* ou conversibilidade. Finalmente, o terceiro fenômeno é o da crescente *vulnerabilidade externa*, principalmente, de países em desenvolvimento que implementaram processos de estabilização e ajuste centrados numa profunda e ampla articulação com o sistema financeiro internacional.

Este trabalho examina o processo de liberalização cambial recente no Brasil no contexto da globalização financeira, com ênfase na questão da conversibilidade da conta de capital, isto é, no sentido mais restrito da conversibilidade associada ao movimento internacional de capitais. O caso do Brasil é particularmente importante porque desde o início da década de 80 o agravamento da vulnerabilidade externa do país — principalmente, na esfera financeira — tornou-se um dos fatores determinantes da trajetória da economia brasileira¹.

Destaque é dado para o período que vai de 1989 até julho de 1994 (quando da entrada em vigor do Plano Real), ainda que algumas considerações de caráter geral sejam feitas com relação ao Plano. Desta forma, procura-se evitar a “contaminação” da análise com uma perspectiva mais estrutural e de longo prazo, com as turbulências próprias da conjuntura.

¹ Gonçalves (1994), p. 158-162.

O trabalho está dividido em quatro seções, que se seguem a esta Introdução, e mais uma seção de conclusões. Na seção 1 faz-se uma breve discussão dos conceitos que são centrais para o trabalho, a saber, globalização financeira, liberalização cambial e vulnerabilidade externa. Esta discussão parece importante visto que na discussão contemporânea parece haver uma certa imprecisão no uso de determinados conceitos. Na seção 2 é feita uma descrição dos principais aspectos e da evolução do processo de liberalização cambial (maior conversibilidade). A seção 3 discute as precondições, vantagens e desvantagens deste processo. Na seção 4 faz-se uma avaliação do impacto macroeconômico da liberalização cambial. Na parte final do trabalho apresenta-se um resumo das principais conclusões e algumas considerações gerais sobre a situação cambial mais recente.

Os argumentos centrais que são desenvolvidos no texto são os seguintes:

- (1) O Brasil realizou um amplo e significativo processo de liberalização cambial desde 1989.
- (2) O Brasil não apresentava e não apresenta as condições necessárias para realizar uma ampla e profunda liberalização cambial.
- (3) O resultado da liberalização cambial (apreciação cambial e acúmulo de reservas) foi determinado, em grande medida, pela globalização financeira no contexto de excesso de liquidez internacional até 1993.
- (4) O impacto macroeconômico da liberalização cambial não parece ter sido positivo nos últimos anos.
- (5) A vulnerabilidade externa do país tornou-se ainda mais crítica no contexto da globalização financeira *com* liberalização cambial.
- (6) O retrocesso do processo da liberalização cambial é a opção mais apropriada de política econômica para o país no momento.

1. Os conceitos básicos

Correndo o risco da simplificação exagerada, a *globalização financeira* pode ser entendida como um fenômeno que tem três dimensões que se reforçam mutuamente. A primeira refere-se à maior integração entre os sistemas financeiros nacionais, principalmente, dos países desenvolvidos e um número reduzido dos chamados “mercados emergentes”. Esta maior integração não é um fenômeno novo visto que ela veio do final dos anos 50 com a conversibilidade das moedas européias, foi ampliada a partir dos anos 70 com os mercados de euro-moedas, e foi acelerada com a desregulamentação financeira dos anos 80. Não há dúvida que os progressos nas telecomunicações e na informática foram necessários para esta maior integração financeira internacional.

A segunda dimensão da globalização financeira refere-se ao acirramento da concorrência no que diz respeito ao sistema financeiro internacional. A maior contestabilidade reflete a crescente disputa de mercados por bancos de diferentes origens (principalmente, americanos, europeus e japoneses), e entre bancos e instituições financeiras não-bancárias.

A terceira dimensão da globalização é o avanço do processo de internacionalização da produção de serviços financeiros, no sentido de que residentes de um país têm acesso cada vez maior a serviços financeiros fornecidos por residentes de outro país. Os fatores determinantes deste processo foram a criação de novos instrumentos financeiros, as mudanças nas estratégias de diversificação dos investidores institucionais e a própria instabilidade do sistema monetário internacional após a ruptura do sistema de Bretton Woods.

É no contexto da globalização financeira que alguns países implementam processos de liberalização cambial. O destaque fica para alguns países em desenvolvimento da América Latina, e o Brasil aparece como um caso importante na década de 90.

A questão de *liberalização cambial* deve ser vista em termos tanto do acesso ao mercado de divisas (convertibilidade), como do processo de formação de preço (determinação da taxa de câmbio). O acesso ao mercado pode ser livre ou limitado (tipo e altura das barreiras à entrada e saída), enquanto a determinação da taxa de câmbio pode depender exclusivamente das forças de mercado (livre flutuação) ou sofrer interferência governamental (câmbio fixo ou flutuação administrada).

Fala-se em convertibilidade quando há livre entrada e saída do mercado de divisas. Maior convertibilidade envolve um acesso mais livre ao mercado de divisas ou menor restrição na compra e vendas de divisas estrangeiras. No sentido amplo, convertibilidade trata do acesso ao mercado de divisas para qualquer transação econômica entre residentes e não-residentes, ou mesmo somente entre residentes. Neste sentido amplo, a convertibilidade inclui o comércio de bens e serviços, a remuneração de fatores de produção, e a compra e a venda de ativos monetários, financeiros e reais denominadas e efetivamente transacionados em moeda estrangeira. *Lato sensu*, a questão da convertibilidade envolve tanto o acesso ao mercado de divisas no país em questão (política cambial) como o acesso ao mercado internacional de bens, serviços e fatores (política comercial). A perfeita mobilidade de capital é, assim, somente um dos aspectos da convertibilidade perfeita.

Num sentido mais restrito, convertibilidade trataria exclusivamente de transações entre residentes e não-residentes relativas à remuneração de fatores de produção, à compra e venda de ativos monetários (a própria moeda estrangeira) e ativos financeiros (títulos, ações, etc.) denominados em moeda estrangeira, e ativos reais. Isto é, convertibilidade não incluiria transações específicas de comércio de bens e serviços (relativos a não-fatores de produção). *Stricto sensu*, convertibilidade refere-se especificamente ao acesso ao mercado de divisas e ao movimento internacional de capitais.

Cabe ressaltar que o conceito de convertibilidade trata especificamente da questão do acesso ao mercado de divisas (câmbio), isto é, acesso livre *versus* acesso limitado. O processo de formação de preços (determinação da taxa de câmbio) não interfere, necessariamente, com a questão de acesso a mercado. Não há restrição à convertibilidade com a fixação de taxas de câmbio (real ou nominal), tributação, regulamentação de taxas máximas e mínimas, definição de margens de comercialização (spread), e políticas de arbitragem². Entretanto, a estratégia da liberalização cambial envolve tanto a convertibilidade como a determinação da taxa de câmbio (onde mais liberalização significa maior liberdade de operação para as forças de oferta e demanda no mercado cambial).

Finalmente, a *vulnerabilidade externa* significa uma baixa capacidade de resistência frente a influência de fatores desestabilizadores externos ou choques externos. A vulnerabilidade externa envolve, portanto, uma significativa fragilização do país frente a fatores desestabilizadores externos³.

Países em desenvolvimento têm, geralmente, se defrontado com uma situação de crônica vulnerabilidade externa. De fato, a vulnerabilidade externa é um elemento estrutural da evolução de economias em desenvolvimento, que têm experimentado distintos padrões de inserção internacional: fase primário-exportadora,

² Mesmo numa situação extremada de racionamento de divisas, com a centralização cambial no Banco Central, o racionamento de divisas e o sistema de "lista de espera" não descaracteriza a questão de acesso ao mercado de divisas, e sim o problema de remessa efetiva. Isto é, centralização cambial não é incompatível com convertibilidade. Contudo, há restrição de convertibilidade no racionamento via sistema de leilão de câmbio, pois, geralmente há uma segmentação do mercado de câmbio.

³ O conceito de vulnerabilidade externa complementa o de (falta de) soberania nacional. Soberania nacional é entendida aqui como a possibilidade do governo de um determinado país realizar sua própria vontade independentemente da posição e atuação de agentes econômicos-políticos residentes em outros países.

modelo de substituição de importações, e expansão das exportações com sacrifício do mercado interno.

A vulnerabilidade externa manifesta-se em distintas esferas das relações econômicas internacionais: comercial, tecnológica, financeira e produtiva-real. A vulnerabilidade externa aparece como um elemento histórico-estrutural dos países em desenvolvimento, seja como fator determinante dos períodos de crise, seja pelo papel-chave das mudanças do padrão de inserção internacional no processo de superação da crise econômica. Neste sentido, a história econômica dos países em desenvolvimento registra mudanças frequentes de estratégia e de políticas econômicas externas que, no contexto de profunda crise econômica, procuram alterar os padrões de inserção internacional como resposta a choques ou fatores desestabilizadores externos.

Em momentos críticos da história contemporânea — quando, invariavelmente, há crises de balanço de pagamentos, as mudanças de política econômica externa acabam agravando ainda mais a situação de vulnerabilidade externa do país. O choque do petróleo nos anos 70, a crise do endividamento externo nos anos 80, e a instabilidade do sistema do sistema financeiro internacional nos anos 90 são exemplos históricos marcantes de fatores desestabilizadores externos.

2. O processo de liberalização cambial no Brasil

A característica mais marcante da questão cambial no Brasil nestes últimos anos tem sido o processo de liberalização gradual das transações cambiais, no contexto de políticas cambiais discricionárias. A liberalização cambial tem sido marcada pela redução de barreiras ao mercado cambial, isto é, maior acesso ao mercado tanto pelo lado da oferta como da demanda.

Contudo, no que concerne à liberalização do mercado via formação de preços (determinação da taxa de câmbio), o que se

observa foi a transição de uma tentativa fracassada de câmbio flutuante em março de 1990 para câmbio “quase-fixo” em junho de 1994, mantendo a discricionariedade da política cambial ao longo desses quatro anos. Esta discricionariedade ocorre em função dos múltiplos objetivos da política cambial, que com maior ou menor importância, foram perseguidos nestes anos, a saber: manter a competitividade das exportações, recuperar ou acumular reservas internacionais, e usar apreciação cambial como instrumento de política anti-inflacionária. Neste sentido, a questão da formação da taxa de câmbio no Brasil tem sido baseada numa prática discricionária dependente dos objetivos específicos e eventuais de política econômica⁴.

O fato marcante da liberalização cambial no Brasil foi a criação do segmento de câmbio de taxas flutuantes em dezembro de 1988 para as transações relativas a viagens internacionais⁵. Este fato foi o início de um processo amplo e profundo de liberalização cambial regulamentado pelo Banco Central do Brasil⁶. A criação deste segmento permitiu, numa situação de grave crise cambial⁷, que já em 1989 outros tipos de transações foram sendo incorporadas neste segmento, como, por exemplo, viagens a negócios, despesas com educação e saúde, uso do

⁴ Zini (1993), p. 18.

⁵ O câmbio flutuante foi criado pela Resolução Nº 1552 (22 de dezembro de 1988) e regulamentado pela Circular Nº 1402 (2 de janeiro de 1989). Este mercado foi inicialmente chamado de mercado de câmbio administrado.

⁶ Barros e Mendes (1994, p. 185) argumentam que houve uma “verdadeira revolução normativa” no que diz respeito à questão cambial. Eles contabilizaram 140 resoluções do CMN e circulares do BACEN nesta área entre 1988 e 1993, enquanto que no período 1970-87 houve 28 resoluções e circulares. A legislação sobre mercado cambial é encontrada na “Consolidação das Normas Cambiais”, publicação do Banco Central do Brasil, com atualização periódica.

⁷ Vale lembrar que a centralização cambial no BACEN (Resolução Nº 1564, de janeiro) começou a ser implementada em junho de 1989. Ver BACEN-RA (1989), p. 91.

cartão de crédito internacional e transferências unilaterais. Neste segmento passaram a ser realizadas operações que eram anteriormente proibidas⁸. Ademais, a criação do segmento de câmbio flutuante permitiu a ampliação de limites de operações cambiais⁹. Maiores facilidades para investimentos brasileiros no exterior foram permitidas para operações através do mercado de câmbio flutuante¹⁰.

Em março de 1990 foi criado o segmento de câmbio livre, caracterizando, assim, um sistema de câmbio dual¹¹. Isto é, a liberalização cambial no Brasil surgiu no contexto de um regime de câmbio dual.

Melhores condições de acesso ao mercado cambial foram criadas também através de medidas como, por exemplo, autorização para qualquer banco comercial operar no segmento de câmbio flutuante¹². Outra medida foi a ampliação dos limites de posição comprada e vendida dos bancos autorizados a operar no mercado de câmbio¹³.

⁸ Por exemplo, em abril de 1991 permitiu-se o uso de cartão de crédito internacional até o limite de US\$ 8 mil (Circular N° 1936). Em outubro de 1991 amplia-se as alternativas de gasto com cartão de crédito internacional (Circular N° 2051). Mais recentemente, o BACEN (Circular N° 2350, agosto de 1993) permitiu que bancos realizassem operações de arbitragem com ouro brasileiro no mercado internacional, sendo que este ouro já era negociado no mercado de câmbio flutuante desde março de 1990 (Circular N° 1690, março de 1990).

⁹ O exemplo mais evidente é o aumento do limite de compra de dólares para turismo de US\$ 1 mil para US\$ 4 mil em janeiro de 1989; enquanto o limite para gastos com tratamento de saúde aumenta para US\$ 100 mil (Circular N° 1402, janeiro de 1989). A partir de maio de 1993 (Circular N° 2326) não há limite para a compra de divisas nas viagens para países membros do Mercosul.

¹⁰ Souza (1994), p. 50.

¹¹ Resolução N° 1690 do Conselho Monetário Nacional, de 18 de março de 1990.

¹² Circular N° 1440, de 9 de fevereiro de 1989.

¹³ Souza (1994), p. 47.

Ainda no que concerne à criação do segmento de câmbio flutuante, cabe destacar a importância da não identificação do vendedor. Este fato permitiu uma ampliação da oferta de divisas neste mercado, oriunda não somente do mercado paralelo, mas também de depósitos de brasileiros no exterior (no contexto de juros domésticos altos, principalmente, a partir de 1991). Criou-se, assim, um mecanismo formal que funciona como uma “ponte” tanto com o mercado paralelo e como uma “ponte” para o retorno de capitais brasileiros no exterior. Com este mecanismo, passa a haver uma mobilidade (quase completa) entre o mercado paralelo e o sistema oficial de câmbio¹⁴.

A oferta de divisas ampliou-se também através do chamado mecanismo da “CC5”, que foi ampliado no sentido de permitir não-residentes (instituição financeira, pessoa jurídica ou pessoa física) operar na compra e venda de divisas no Brasil¹⁵. Na realidade, este mecanismo envolveu um significativo aumento do grau de mobilidade de capital entre o país e o exterior¹⁶. A “CC5” permite, através de uma conta específica dos bancos chamada de “Depósitos de Domiciliados no Exterior”, que não-residentes abram contas (em moeda nacional) em bancos no país e tenham livre movimentação dessas contas¹⁷. Assim, a movimentação da conta corrente pode ser feita para a compra de dólares no segmento de câmbio flutuante com o propósito de remessa para o exterior. Neste caso, um residente pode simplesmente fazer um DOC para a conta-corrente do não-

¹⁴ BACEN (1993), p. 12-13.

¹⁵ Este mecanismo refere-se à Carta Circular N° 5 do BACEN, 27 de fevereiro de 1969, que permitiu operações com moeda nacional por parte de não-residentes.

¹⁶ Para detalhes sobre o funcionamento deste mecanismo, ver BACEN (1993).

¹⁷ A regulamentação da “CC5” dando maior liberdade à movimentação de capitais é feita pela Resolução N° 1946 (29 de julho de 1992) e pela Circular N° 2242 (7 de outubro de 1992).

residente, que lhe gera um crédito correspondente no exterior¹⁸. Desta forma, criou-se um mecanismo de estímulo à repatriação de capital e ao investimento externo (de não-residentes no Brasil, e de brasileiros no exterior). A liberalização cambial significou, neste caso, uma maior mobilidade de capitais.

No que se refere à liberalização do movimento de capitais, cabe destacar um conjunto de medidas que facilitam a remessa de divisas para o exterior. Dentre essas medidas pode-se mencionar a eliminação de imposto de renda suplementar sobre remessa de lucros e dividendos, redução do imposto pago sobre remessas de 25% para 15%, maiores facilidades administrativas para as remessas, e revogação da proibição de pagamento de *royalties* e assistência técnica entre matriz e filial¹⁹.

Mais recentemente, a liberalização avançou no sentido de estimular a demanda por divisas. Novas regras foram divulgadas em agosto e setembro de 1994 com o intuito de facilitar os investimentos brasileiros no exterior. As pessoas jurídicas não financeiras podem adquirir imóveis no exterior através do mercado de câmbio de taxas flutuantes²⁰. Ademais, instituiu-se os Fundos de Investimento no Exterior, através dos quais bancos múltiplos, comerciais e de investimentos, corretoras e distribuidoras podem administrar estes fundos no exterior, sendo que na carteira desses fundos deve haver um mínimo de 60% de títulos da dívida externa brasileira²¹.

No que se refere à captação de recursos externos, cabe destacar duas mudanças importantes. Em primeiro lugar, houve

¹⁸ Isto não significa, necessariamente, a remessa efetiva de divisas, visto que o não-residente pode preferir não comprar divisas no Brasil e, sim, manter um crédito em moeda nacional para posterior aplicação no país.

¹⁹ Os principais instrumentos do BACEN facilitando o registro de investimento externo direto são: Carta Circulares Nº 2165/91, 2198/91, 2266/92 e 2282/92. Ver, Barros (1993), p. 265-269.

²⁰ Circular Nº 2472, 31 de agosto de 1994. A compra de imóveis no exterior, sem prévia anuência do BACEN, já era um direito das pessoas físicas.

²¹ Resolução Nº 2111 e Circular Nº 2485 de 22 de setembro de 1994.

um aumento extraordinário de lançamento de títulos denominados em moeda estrangeira (*bônus*, *commercial papers* e *export notes*) por parte de empresas brasileiras. Em segundo lugar, houve uma expansão igualmente extraordinária da entrada de investidores internacionais no mercado de capitais brasileiro a partir de maio de 1991.

Os determinantes deste aumento da captação de recursos externos são, pelo lado da oferta, a maior mobilidade internacional de capitais decorrente da liberalização financeira ocorrida nos países desenvolvidos desde o final dos anos 80, os avanços nas telecomunicações e na informática, e o desenvolvimento de serviços financeiros e produtos derivativos no mercado financeiro²². Ademais, houve um excesso de liquidez internacional nos primeiros anos da década de 90 como resultado, em grande medida, da recessão que atinge os países desenvolvidos neste período²³. A queda da taxa de juro internacional também foi outro indutor do investimento nos países em desenvolvimento a partir de 1991. E, igualmente importante, deve-se mencionar a estratégia de diversificação dos investidores institucionais norte-americanos nos anos 90, que gerou fluxos significativos de capitais para países em desenvolvimento, principalmente, da América Latina²⁴.

No que se refere à captação via emissão de títulos e *bônus*, o principal determinante específico ao caso brasileiro foi a política de juros altos, o que resultou na elevação do diferencial de taxas de juro doméstica e internacional (*margem de arbitragem*). Esta política é evidente a partir de outubro de 1991,

²² UNCTAD (1987), p. 103-107 e Turner (1991).

²³ Para uma análise dos fatores que determinaram o aumento da mobilidade internacional de capitais no período recente, ver BIS (1994), p. 146.

²⁴ O ingresso de investimento de portfólio na América Latina salta da média anual de US\$ 5,4 bilh-es no período 1986-90 para US\$ 67,9 bilhões em 1993; ver BIS (1994), p. 152. Os investidores norte-americanos têm desempenhado um papel protagônico no ingresso recente de capital externo na América Latina; ver Calvo et al (1993), p. 127-128.

quando também houve uma mididesvalorização de 14,1% da moeda nacional²⁵. O baixo nível de endividamento das empresas brasileiras, assim como a menor seletividade do mercado internacional de capitais, também contribuíram para a maior captação externa via colocação de títulos e bônus²⁶.

No que diz respeito às aplicações de capital de risco em bolsas de valores no Brasil, há que se destacar a mudança na regulamentação específica. Em 1991 foram feitas alterações na Resolução N° 1289 (20 de março de 1987) do BACEN, que regulamenta o funcionamento de Sociedades de Investimento, Fundos de Investimento e Carteiras de Títulos e Valores Mobiliários instituídos com base no capital estrangeiro. A Resolução N° 1819 (24 de abril de 1991) altera a regulamentação dos Anexos I, II e III da Resolução N° 1289, dando maiores estímulos aos investidores estrangeiros. A Resolução N° 1832 (31 de maio de 1991) institui o Anexo IV, que passa a fazer parte da Resolução N° 1289, e regulamenta as aplicações em valores mobiliários por investidores institucionais estrangeiros, e que se tornou o principal mecanismo de entrada de capital estrangeiro nas bolsas de valores. A Resolução N° 2028 (25 de novembro de 1993) regulamenta os Fundos de Renda Fixa — Capital Estrangeiro²⁷.

Os estímulos concedidos referem-se, principalmente, à redução de restrições quanto à composição de carteiras, prazos mínimos de permanência no país e flexibilidade de movimentação do capital externo no mercado de capitais brasileiro, incluindo a possibilidade de operar com instrumentos de *hedge* com derivativos financeiros (mercados futuro e de opções)²⁸.

²⁵ Meyer (1994), p. 7.

²⁶ Barros e Mendes (1994), p. 187.

²⁷ Segundo o BACEN-BM (Volume 30, N° 5, maio de 1994, p. 37), a maior parte dos US\$ 1631 milhões aplicados nesses fundos em 30 de março de 1994 “tem sua origem em transferências internas de aplicações anteriormente vinculadas aos Anexos de I a IV, da Resolução N° 1289.”

²⁸ Ver, Canuto (1993), p. 44-45.

3. Liberalização cambial: condições, vantagens e desvantagens

A expansão extraordinária dos fluxos de capitais internacionais no Brasil levam a duas questões importantes. Primeira: O país teria as condições necessárias para a realização de um amplo e profundo processo de liberalização cambial via conta de capital? Segunda: Até que ponto este processo de liberalização cambial foi gradual ou, contrariamente, foi um processo abrupto?

As condições para o processo de liberalização da conta de capital envolvem reformas e políticas econômicas apropriadas, que antecedem o início deste processo e o acompanham ao longo do tempo. A liberalização tem condições que dão credibilidade ao país e indicam a eficácia do governo no enfrentamento de problemas decorrentes da maior vulnerabilidade externa associada à volatilidade dos fluxos financeiros internacionais²⁹. Dentre estas reformas e políticas econômicas, cabe destacar a reforma fiscal com resultados sólidos e permanentes (que, implicitamente, está relacionada ao controle do déficit público), a reforma financeira que envolve eficácia e segurança na organização e funcionamento do sistema financeiro nacional, e o manejo macroeconômico convergente com as expectativas dos agentes econômicos. Ademais, argumenta-se que a maior vulnerabilidade financeira externa implica na necessidade de mudanças institucionais que permitam maior flexibilidade do mecanismo de preços (em particular, dos preços-chave na economia, como taxa de juro, salário, câmbio). No que se refere aos países em desenvolvimento, que já têm uma elevada vulnerabilidade financeira externa decorrente do alto nível de endividamento, recomenda-se também, como condição para a liberalização da conta de capital, a realização de operações de redução do estoque da dívida externa³⁰.

²⁹ Mathieson e Rojas-Suarez (1992), p. 45-49.

³⁰ *Ibid.*, p. 47.

No caso do Brasil, parece que a única pré-condição necessária para a liberalização da conta de capital que o país tinha na entrada da década de 90 era a existência de um eficaz aparato de regulação, supervisão e intervenção no sistema financeiro nacional, que tem como órgão executor o Banco Central do Brasil. Neste sentido, o funcionamento do sistema financeiro nacional com base no sistema de normas e na supervisão prudencial, fiscalização e intervenção do BACEN, constitui uma garantia para o investidor externo e para o país.

Contudo, as outras pré-condições não são encontradas no país em 1990, e nos anos seguintes. O que se tem observado é a não-realização de uma reforma fiscal significativa, o impasse permanente do déficit público, a negociação da dívida externa que se arrastou por anos (finalmente, concluída em abril de 1994), e o gerenciamento macroeconômico ineficaz ao longo destes anos (considerando a recessão profunda e o processo quase-hiperinflacionário).

Ademais, é importante destacar que o ingresso extraordinário de capitais no país se dá no contexto profundamente recessivo³¹. Neste sentido, o Brasil difere daqueles países em desenvolvimento onde as reformas estruturais e o desempenho da economia foram determinantes fundamentais do influxo de capital externo³². Na realidade, o fenômeno de ingresso recente de capitais externos no Brasil parece ter sido determinado, em grande medida, por fatores externos, ainda que fatores internos, como a liberalização regulatória, os ganhos nas

³¹ O PIB per capita brasileiro acumulou uma perda de 10% no período 1990-1992 e aumenta cerca de 3% em 1993, a taxa média de desemprego aberto aumenta de 3,35% em 1989 (4,28% em 1990) para 5,43% em 1993, e a massa salarial real da indústria paulista cai 18,2% entre 1989 e 1993. E mais, no conjunto de 17 trimestres que compõem o período janeiro de 1990-março de 1994, em 13 trimestres o PIB teve taxas negativas de crescimento acumulado em 12 meses. Ver, IPEA, *Boletim Conjuntural*, N° 26, julho de 1994, Tabelas I.4, II.1A, e II.4.

³² BIS (1994), p. 145.

bolsas e o diferencial de taxas de juro, tenham servido como importantes indutores deste fenômeno.

A ausência de pré-condições para o processo de liberalização cambial via conta de capital nos remete à questão de que, talvez, este processo tenha sido um tanto abrupto ou mesmo rápido de mais, principalmente, no contexto de enorme instabilidade macroeconômica. Uma seqüência de fases mais rápidas poderia, em princípio, ser compensada por políticas e reformas macroeconômicas consistentes e eficazes³³.

Entretanto, tem-se observado não somente um elevado grau de instabilidade macroeconômica (o que mostra, no mínimo, que o manejo macroeconômico foi ineficaz), mas também “ruidos” ocasionais quanto à necessidade de intervenção mais direta e de mudanças nas regras de jogo vinculadas à captação de recursos externos decorrentes, principalmente, do fenômeno da “enxurrada” de capitais externos que têm entrado no país. Este fenômeno tem, *inter alia*, dificultado o próprio gerenciamento macroeconômico, com destaque para a política cambial. As incertezas foram reduzidas quando o governo adotou a política de acúmulo de reservas até junho de 1994. Na realidade, quando se abandona esta política, no contexto de alta mobilidade de capitais internacionais, a economia passa a ser sujeita de uma extraordinária volatilidade no mercado cambial³⁴.

Estas observações não invalidam o fato de que a liberalização pode trazer benefícios ou vantagens importantes

³³ Mathieson e Rojas-Suarez (1992), p. 48-49.

³⁴ Segundo a *Gazeta Mercantil*, 19 de setembro de 1994, p. 19: “Com o Plano Real, introduziu-se uma novidade no Brasil: a alta volatilidade no mercado cambial.” Este argumento é correto, entretanto, deve-se notar que a volatilidade no mercado cambial tem sido observada no Brasil desde o início da década de 80. A diferença prende-se à “unidade” de tempo: no passado a variabilidade da taxa de câmbio era observada entre meses ou semanas (eventualmente entre um dia e outro, quando de máxidesvalorizações e mídesvalorizações), mas, agora, a volatilidade é constatada entre um dia e outro e, até, num mesmo dia.

para o país³⁵. Em primeiro lugar, criam-se oportunidades para o desenvolvimento do sistema financeiro nacional, inclusive, através da especialização na produção e importação de serviços financeiros. A expansão das transações gera economias de escala e estimula a concorrência e, conseqüentemente, a produtividade do setor. O maior acesso ao mercado financeiro internacional permite que, principalmente numa situação de escassez de crédito de longo prazo, as empresas tenham uma fonte alternativa de financiamento e, inclusive, uma redução do custo de financiamento. Para empresas e indivíduos, o acesso ao mercado internacional permite uma diversificação de portfólios que os protege de flutuações da economia doméstica.

No que diz respeito aos custos ou desvantagens do processo de liberalização cambial e maior abertura da conta de capital, cabe destacar a maior volatilidade da taxa de câmbio e das reservas internacionais. Outrossim, há uma maior variabilidade no preço de ativos financeiros na economia. A maior volatilidade cambial vem, geralmente, acompanhada por uma tendência de apreciação cambial, e pode ter diversas conseqüências negativas sobre o lado real da economia³⁶. O aumento dos riscos e incertezas no que se refere às transações internacionais repercute diretamente nas atividades de exportação e importação e, como resultado, afeta o a composição e o nível de produção, emprego e investimento. O nível geral de preços pode ser também afetado pela volatilidade e pelo desalinhamento cambial na medida em que os agentes econômicos fazem reajustes de preços para compensar o risco cambial³⁷. O desalinhamento da taxa de câmbio sinaliza erroneamente os preços relativos no mercado. A apreciação cambial pode aumentar a pressão por medidas protecionistas e, assim, comprometer o avanço de reformas comerciais liberalizantes. A

³⁵ Mathieson e Rojas-Suarez (1992), p. 30-31.

³⁶ UNCTAD (1987), p. 85-101.

³⁷ UNCTAD (1987), p. 89-90.

volatilidade da taxa de câmbio obriga o governo a fazer intervenções mais freqüentes no mercado. A liberalização cambial implica na necessidade de um volume maior de reservas internacionais para garantir a mobilidade maior de capital. Neste sentido, há um custo de oportunidade que é dado pelo diferencial de taxa de retorno do capital estrangeiro aplicado no país e a taxa de juro internacional que remunera as reservas. Surge também um problema de ajuste na composição do passivo externo (geralmente concentrado em dólares) frente a uma geração de divisas via exportação, que é mais diversificada em termos de moedas conversíveis internacionalmente.

Outrossim, deve-se mencionar a questão do uso de poupança doméstica para financiar investimentos no exterior. A preocupação central é que, principalmente, no caso de países em desenvolvimento com reduzido nível de poupança, os investimentos no exterior por parte de residentes comprometem a capacidade de crescimento do país. No que se refere à propriedade de ativos reais e financeiros, o argumento é que a presença do capital estrangeiro e o mobilidade internacional de capitais implicam não somente uma maior variabilidade de preços desses ativos (maior incerteza e risco), como também a transferência de decisões quanto ao uso desses ativos³⁸. Finalmente, a estabilização macroeconômica pode também ficar comprometida no caso de fluxos de capitais especulativos e desestabilizadores no caso de ausência de controles efetivos desses fluxos. Enfim, a liberalização cambial e, principalmente, a abertura da conta de capital implicam numa redução do grau de autonomia das políticas macroeconômicas nacionais³⁹.

A questão das vantagens e desvantagens do processo de liberalização cambial tem sido discutida amplamente na literatura

³⁸ Este argumento aplica-se ao investimento externo direto e à compra de ativos reais. Investimentos em bolsas de valores, títulos e bônus estariam fora deste argumento.

³⁹ Akyüz (1991), p. 273-279.

ao longo dos últimos anos⁴⁰. Conforme foi visto acima, várias têm sido as hipóteses analisadas e não parece existir nenhuma conclusão geral e única que possa servir como diretriz básica de estratégia ou política econômica. Ainda que a teoria econômica e a evidência empírica possam fornecer orientações úteis, dificilmente pode-se escapar da visão *a priori* de que toda generalização deve ser tratada com cautela. Não obstante, no caso de países que apresentam uma vulnerabilidade externa significativa (mas também nas esferas produtiva-real, tecnológica e comercial) a liberalização cambial deve ser vista com extrema preocupação. É com este tipo de entendimento que passamos na próxima seção para a análise do impacto da liberalização cambial sobre a economia brasileira.

4. Efeitos macroeconômicos

O processo de liberalização cambial, acompanhado por significativa margem de arbitragem e no contexto de excesso de liquidez internacional, teve como resultado um deslocamento da oferta no mercado cambial brasileiro. É bem verdade que a liberalização operou também pelo lado da demanda, com uma expansão das despesas em conta corrente e na conta de capital. Não obstante, o lado da oferta tem sido protagônico no mercado cambial brasileiro desde o início de 1992 até a crise do México no final de 1994.

A extraordinária elevação da margem de arbitragem a partir do último trimestre de 1991 é, sem dúvida alguma, um dos determinantes fundamentais do aumento da oferta de divisas no Brasil. A margem média de arbitragem foi de 26,37% no período janeiro de 1992-junho 1994 (TABELA 1). Esta margem é particularmente elevada em 1992, reduz-se em 1993, mas volta a aumentar no primeiro semestre de 1994. Levando-se em

⁴⁰ Akyüz (1993) apresenta uma ampla discussão do tema. Ver, também, Bacha (1993.a) e Bacha (1993.b).

consideração todo o período de janeiro de 1992 a junho de 1994, verifica-se que a taxa média (anualizada) de juro interno foi 8,21 vezes a taxa de juro internacional. Isto é, o investidor estrangeiro ganhava no Brasil em 6 semanas e meia o que ganharia em aplicação no mercado financeiro internacional durante todo um ano !

No período em questão, a maior taxa de juro interna ocorreu em janeiro de 1992 (4,53%) (TABELA 2), que está também associada à maior margem de arbitragem no período (4,19%). A menor margem foi em dezembro de 1992 (0,90%). Deve-se destacar, ainda, que a margem máxima anualizada chega ao fantástico número de 63,6% (15 vezes a taxa do mercado internacional), enquanto a margem mínima anualizada (11,4%) em dezembro de 1992 também é relativamente alta, pois é mais de três vezes a taxa de juro internacional.

a) Mercado de câmbio: instabilidade e desalinhamento

Como resultado do extraordinário deslocamento da curva de oferta no mercado cambial brasileiro, e apesar da política de acúmulo de reservas internacionais por parte do governo, a taxa de câmbio real e a taxa de câmbio real efetiva mostram uma evidente tendência à apreciação cambial desde o final de 1991 (outubro 1991-junho 1994)⁴¹. Ademais, tomando como base a segunda metade da década de 80, pode-se afirmar que há um desalinhamento significativo das taxas de câmbio real e de câmbio real efetiva (ver TABELA 2)⁴². Esta apreciação cambial aparece como um fenômeno freqüente em países que

⁴¹ A apreciação cambial agrava-se ainda mais com o Plano Real a partir de julho de 1994.

⁴² Contudo, tomando o período março 1990 - setembro 1991 como referência, não é possível argumentar em termos de um desalinhamento significativo. A taxa de câmbio real média no período outubro 1991-junho 1994 mostrou uma apreciação de 5% com relação ao período março 1990 - setembro 1991, enquanto a apreciação correspondente para a taxa de câmbio real

experimentaram um importante influxo de capital externo, com destaque para os países da América Latina⁴³.

No caso de alguns países em desenvolvimento a apreciação cambial foi atenuada pela liberalização comercial, que gerou expressivos déficits em transações correntes⁴⁴. Contudo, no caso brasileiro, observa-se que somente em 1993 ocorreu um aumento substantivo das importações, com um crescimento do PIB de aproximadamente 4%, após três anos de profunda recessão. Neste sentido, não houve uma maior pressão de demanda por divisas via transações correntes⁴⁵.

As intervenções do Banco Central no mercado cambial desde o final de 1991 tiveram, num primeiro momento, a preocupação nítida de acumular reservas tendo em vista os baixos níveis observados quando da crise cambial no segundo semestre de 1991. Outro objetivo, principalmente, a partir do segundo semestre de 1992, foi assegurar uma certa estabilidade à taxa real de câmbio. Do segundo semestre de 1993 até o segundo semestre de 1994 (interrompido pela crise do México no final de 1994), o objetivo parecia ser o de acumular reservas com o intuito de usar o câmbio como âncora nominal no programa de estabilização macroeconômica.

b) Reservas cambiais

Na medida em que os fluxos internacionais de capitais para o Brasil não financiaram déficits em transações correntes, houve acúmulo de reservas internacionais até o último trimestre de 1994 (crise do México). O crescimento das reservas efetiva é de 8%. Os dados referem-se às taxas de câmbio real e real efetiva usando os índices de preços por atacado como deflatores. Ver, Gonçalves (1995).

⁴³ Calvo et al (1993).

⁴⁴ BIS (1994), p. 157.

⁴⁵ O saldo de transações correntes foi positivo em 1992 (US\$ 6,3 bilhões) e apresentou um pequeno déficit em 1993 (US\$ 637 milhões).

internacionais do Brasil é inusitado. Em outubro de 1991, no contexto de uma grave crise cambial, estas reservas eram de US\$ 7 bilhões, e um ano depois as reservas ultrapassavam US\$ 19 bilhões⁴⁶. Em junho de 1994, as reservas são superiores a US\$ 40 bilhões (TABELA 3).

Naturalmente, a maior liberalização cambial e fluxos internacionais de capitais mais intensos fazem com que os requisitos mínimos de reserva internacional sejam mais elevados, de forma, que o Banco Central possa ter grau de manobra para intervir no mercado cambial, seja para evitar desalinhamento da taxa real de câmbio, seja para evitar uma crise cambial. Não obstante, a ampliação do nível de reservas internacionais do Brasil implica num problema de custo, particularmente importante no caso de elevados diferenciais de taxas de juro interna e externa. Na Tabela 3 são apresentadas estimativas (mês a mês) do custo para o país da acumulação de reservas a partir de janeiro de 1992, tendo com base o nível médio de reservas em 1991. Isto é, as estimativas consideram não o nível de reservas em cada mês, mas somente o incremento com relação à 1991.

Na Tabela 4 apresenta-se uma consolidação dos custos de retenção de altos volumes de reservas internacionais. Os dados mostram que este custo representou 0,70% do PIB brasileiro no período janeiro de 1992-junho de 1994⁴⁷. Em 1994 este custo aumenta de forma extraordinária (1,40% do PIB), devido não somente aos elevados diferenciais de taxas de juro interna e

⁴⁶ Estes valores referem-se ao conceito de "caixa", isto é, recursos prontamente disponíveis.

⁴⁷ Esses cálculos subestimam o custo efetivo de manutenção das reservas porque a maior parte das reservas internacionais do país ficou depositada no Banco Internacional de Compensações nos últimos anos, como uma atitude de precaução devido ao processo de renegociação da dívida externa. Neste sentido, Bacha (1993.b, p. 13) estimou um custo de US\$ 3 bilhões em 1992 (0,75% do PIB), considerando uma taxa de juro sobre as reservas de 3%, inferior à Libor (6 meses) de 4,9%. A nossa estimativa para 1992 é de 0,59% do PIB.

externa, como também ao enorme nível de reservas internacionais. Este custo das reservas parecem significativos quando confrontados com pagamentos dos serviços das dívidas externa e interna. Em 1993, por exemplo, estes pagamentos com relação ao PIB foram de, respectivamente, 1,2% e 1,4%. Assim, o custo de acumulação de reservas de 0,43% do PIB em 1993 representou 1/3 e 1/4 dos juros das dívidas externa e interna, respectivamente.

Esta política de diferenciais bastante elevados entre juros interno e externo, mantida persistentemente desde o final de 1991, estimulou residentes a tomarem recursos no exterior e não-residentes a investirem no país. A persistência desta política parece estar vinculada à uma orientação (ou melhor dizendo, um viés) de política de combate à inflação com base em política monetária restritiva.

c) Juros e liquidez

O diferencial de taxa de juro não foi o único fator que estimulou a captação de recursos externos na medida em que ocorrem mudanças importantes nos mecanismos de captação. Dentre os mecanismos criados o de maior destaque é o Anexo IV que trata de carteiras de valores mobiliários de investidores institucionais. Em 1993, o ANEXO IV representou 99% dos investimentos externos no mercado de capitais⁴⁸. Em março de 1994 o saldo de aplicações (ingressos menos saídas) era de US\$ 14 507 bilhões, e essas carteiras tinham a seguinte composição: ações (78,3%), debêntures (13,3%), derivativos (4,9%), moedas de privatização (3,4%) e FAF (0,1%)⁴⁹.

Deve-se, aqui, mencionar um fato geralmente

⁴⁸ Cesar (1994), p. 22.

⁴⁹ BACEN-BM (Volume 30, Nº5, maio de 1994, p. 37). Em agosto de 1994 a composição tinha se alterado, com as ações representando 73,4% do valor das carteiras; ver *Gazeta Mercantil*, 16 de setembro de 1994.

negligenciado na discussão sobre o movimento de capital, a saber, a diferença entre o saldo líquido (ingresso menos retorno) e o valor atualizado de mercado dos ativos internos de propriedade de não-residentes. Para ilustrar, vejamos o exemplo das aplicações em bolsa - via Anexo IV. Em março de 1994 o saldo líquido dessas aplicações era de US\$ 14,5 bilhões, enquanto o valor atualizado, considerando a rentabilidade acumulada no mercado mobiliário brasileiro, seria de aproximadamente US\$ 19 bilhões⁵⁰. Desta forma, o estoque efetivo de passivo externo seria, pelo menos, 30% superior à entrada líquida acumulada de recursos externos⁵¹.

Neste sentido, vale mencionar que no mês de agosto de 1994 as aplicações - via Anexo IV, bateram um recorde mensal em termos do ingresso líquido, e o saldo líquido acumulado chegou a US\$ 12 260 milhões, enquanto valor dos ativos nas carteiras dos investidores institucionais era de US\$ 21,3 bilhões⁵² — isto explica-se, naturalmente, pela elevada rentabilidade do mercado de capitais brasileiro⁵³. Neste mesmo mês ocorre um outro recorde: a participação de investidores estrangeiros na bolsa de valores de São Paulo chega a 24,6%⁵⁴.

⁵⁰ Cesar (1994, p. 26) estimou para o final de fevereiro de 1994 o valor atual dos investimentos externos no mercado de capitais brasileiro: US\$ 18 542 milhões. Esta estimativa considera que as aplicações tiveram a mesma remuneração média do mercado refletida no índice do IBOVESPA.

⁵¹ Esta é, sem dúvida alguma, uma subestimativa se considerarmos que visto que “o dinheiro dos estrangeiros está mais vinculado ao chamado ‘smart money’, aquele dinheiro esperto que procura sempre o maior ganho independente do risco.” *Gazeta Mercantil*, 4 de agosto de 1994, p. 19.

⁵² *Gazeta Mercantil*, 16 de setembro.

⁵³ Em 1993, por exemplo, o rendimento nominal da Bolsa de Valores de São Paulo superou a variação nominal do câmbio em 110%; ver Cesar (1994), p. 30. No período janeiro-agosto de 1994 o IBOVESPA cresceu 1326,3%, enquanto a variação cambial foi de 784,7%, isto é, uma valorização média na bolsa de 61,2% em termos de dólar; *Conjuntura Econômica*, Volume 48, Nº 10, outubro de 1994, p. 4 e 14.

⁵⁴ *Gazeta Mercantil*, 4 de agosto de 1994, p. 19.

O resultado da liberalização relativamente aos fluxos de capitais é que a captação de recursos externos aumentou brutalmente a partir de 1991. Assim, o fluxo de investimento externo indireto (investimento em carteira) passa de US\$ 171 milhes em 1990 para US\$ 21,6 bilhões em 1994, enquanto os empréstimos com base no lançamento de bônus e “notes” aumenta de US\$ 54 milhões para US\$ 6 bilhões neste mesmo período (ver TABELA 5)⁵⁵.

A captação extraordinária de recursos externos repercutiu na oferta de moeda. O aumento de reservas internacionais colocou pressão sobre a expansão da base monetária e, conseqüentemente, sobre o volume de crédito interno. Na realidade, o aumento das reservas se constituiu no principal fator de expansão da base monetária nos últimos anos. Os dados, por exemplo, para o primeiro semestre de 1994 são eloqüentes neste sentido⁵⁶: as operações com o setor externo responderam por 82,0% dos fluxos de expansão da base monetária, sendo que o aumento líquido da base é explicada, em grande medida, pela diferença entre essas operações e a emissão de títulos públicos⁵⁷.

Para mostrar a importância da captação de recursos externos, vale mencionar que do total estimado de receita de senhoriagem (imposto inflacionário) de US\$ 24 bilhões em 1992-1993, US\$ 6 bilhões foram usados para financiar o déficit operacional do governo, US\$ 22 bilhões corresponderam ao aumento de reservas internacionais, enquanto o aumento da dívida pública foi de US\$ 8 bilhões⁵⁸.

⁵⁵ BACEN-BM (volume 30, nº 5, maio de 1994), p. 172.

⁵⁶ A partir do Plano Real — principalmente, a partir de agosto de 1994 - as operações do setor externo passam a ser condicionantes da contração da base monetária. Ver, BACEN (1995) Quadro I.

⁵⁷ Segundo o IPEA, *Boletim Conjuntural* (Nº 26, julho de 1994, p. 23), “Estes fluxos de recursos externos correspondem à contrapartida em cruzeiros reais de um saldo acumulado entre janeiro e junho nas operações de câmbio de US\$ 17,2 bilhões.”

⁵⁸ Zini (1994), p. 82.

De fato, a política de se evitar uma maior apreciação da taxa de câmbio, juntamente com a política de acumulação de reservas internacionais, reduziram ainda mais o grau de autonomia da política monetária. No caso brasileiro, caracterizado pela indexação generalizada, a oferta de moeda torna-se cada vez mais endógena com o avanço do processo inflacionário, visto que os depósitos nas contas indexadas são automaticamente corrigidos. Na situação de excesso de liquidez internacional e de grande pressão inflacionária no país, há um ingresso extraordinário de recursos externos no país que, por sua vez, passam a ser os determinantes básicos, seja da emissão de moeda, seja da emissão de títulos.

d) *Endividamento público interno e externo*

O governo brasileiro foi, também, levado a realizar políticas de esterilização com base na emissão de títulos. O resultado da política de esterilização tem sido a construção da armadilha “endividamento - juros altos - mais influxo de capital externo - mais endividamento”⁵⁹. A dívida mobiliária do governo federal fora do Banco Central aumentou de US\$ 11,6 bilhões em dezembro de 1991, para US\$ 36,4 em dezembro de 1992, US\$ 42,0 bilhões em dezembro de 1993 e US\$ 59,2 bilhões em junho de 1994⁶⁰.

Com relação à política de esterilização, a seguinte observação parece muito pertinente: “Na prática, isso significou que os recursos externos captados pelo setor privado foram transferidos ao setor público através de colocações de dívida interna pública no setor privado.”⁶¹

⁵⁹ Meyer (1994, p. 15) sugere uma correlação forte entre o aumento das reservas internacionais e da dívida mobiliária do governo federal.

⁶⁰ Entre junho de 1994 e março de 1995 a dívida pública cresce mais R\$ 4 bilhões. Ver, BACEN-BM (Volume 30, Nº 5, maio), p. 146-147, IPEA, *Boletim Conjuntural*, Nº 26, julho de 1994, p. 23, e BACEN (1995) Quadro X.

⁶¹ Meyer (1994), p. 15.

Neste sentido, cabe mencionar alguns dados sobre contas públicas, suas fontes e os usos. Na Tabela 6 pode-se observar que, enquanto em 1991 e 1992 a emissão de moeda era suficiente para absorver o acúmulo de reservas, em 1993 a emissão de moeda não é suficiente de forma que o governo passa a absorver os recursos externos através da emissão de títulos. As necessidades de aquisição de reservas internacionais aumentam de 0,5% do PIB em 1991, para 2,1% em 1992 e 3,7% em 1993. Estes números indicam, na realidade, que a entrada de recursos externos e, conseqüentemente, a acumulação de reservas internacionais foram fatores determinantes tanto da emissão de moeda como da emissão de títulos.

Deve-se mencionar, ainda, que o impacto negativo da política de juros alto, com acúmulo de reserva e esterilização, sobre o déficit do setor público pode ter sido compensada em parte pela tendência de apreciação cambial, principalmente, a partir de meados de 1992. A apreciação cambial reduz a receita tributária sobre operações externas (e.g., IOF sobre movimento de câmbio, imposto de renda sobre remessas, imposto de importação) e diminui as receitas vinculadas às exportações das empresas estatais. Por outro lado, a apreciação cambial reduz despesas com transações correntes e movimento de capital por parte do governo, assim como o serviço da dívida interna com correção cambial⁶².

e) Comércio exterior

O impacto mais evidente da apreciação cambial se dá sobre o comércio exterior. A mudança nos preços externos, via apreciação real, favorece as importações e prejudica as

⁶² No caso brasileiro, a evidência disponível mostra que a depreciação cambial teve um impacto negativo sobre o déficit público em 1985, enquanto a apreciação cambial teve um impacto positivo sobre o déficit do setor público no período 1986-88. Ver, Nabão (1993).

exportações. A situação brasileira nos últimos anos foi, entretanto, distinta daquela observada em outros países, principalmente da América Latina, onde o excesso de oferta de recursos externos foi acompanhada não somente pela apreciação cambial, mas também pela geração de expressivos déficits na conta corrente do balanço de pagamentos. A razão deste fenômeno foi, sem dúvida alguma, o fraco desempenho da economia em 1987-1989 e a enorme contração da absorção interna em 1990-1992⁶³. Somente em 1995 é que se pode observar os sintomas evidentes da apreciação cambial, isto é, déficit na balança comercial e extraordinário déficit em conta corrente⁶⁴.

O processo de liberalização comercial iniciado com a reforma tarifária em 1988, juntamente com a apreciação cambial, foram determinantes importantes do crescimento das importações no período 1988-1990 (de US\$ 14,6 bilhões para US\$ 20,7 bilhões), quando a economia brasileira apresentou um fraco desempenho. As importações ficam estagnadas oscilando em torno de US\$ 21 bilhões durante a recessão profunda de 1990-1992, apesar da profundidade e amplitude do processo de liberalização comercial⁶⁵.

Somente em 1993 e 1994 — com o crescimento da renda, o avanço do processo de liberalização comercial, e a apreciação cambial —, é que há um aumento significativo das importações (de US\$ 21 bilhões em 1991 e US\$ 20,6 bilhões em 1992, para US\$ 25,5 bilhões em 1993 e US\$ 33,2 bilhões em 1994).

⁶³ Cabe lembrar que em 1990 o país inicia um rápido processo de liberalização comercial, com a redução expressiva das barreiras não-tarifárias e com o processo de desgravação tarifária.

⁶⁴ Projeções indicam para 1995 um saldo negativo na balança comercial de US\$ 4 bilhões e um déficit nas transações correntes da ordem de US\$ 20 bilhões. Ver, *O Globo*, 10 de junho de 1995, p. 28.

⁶⁵ Com a queda do PIB há, naturalmente, um aumento do coeficiente de importação durante a recessão de 1990-92, tomando-se em consideração o componente de importação autônoma.

Com relação às exportações, há uma perda significativa de competitividade internacional desde meados da década de 80 — em particular no casos dos produtos manufaturados —, e principalmente no período 1988-1991⁶⁶. Há uma certa recuperação nos últimos anos (US\$ 31,6 bilhões em 1991, US\$ 35,9 bilhões em 1992, US\$ 38,6 bilhões em 1993 e US\$ 43,6 bilhões em 1994⁶⁷. Neste sentido, é bem provável que a apreciação cambial tenha contribuído para a uma perda de competitividade das exportações brasileiras no mercado internacional entre 1985 e 1991⁶⁸. Nos últimos anos, contudo, a “reestruturação forçada” causada pela crise profunda do período 1990-1992, implicou *inter alia* num aumento significativo de produtividade. Desta forma, os ganhos de produtividade teriam mais do que compensado a apreciação cambial e, como resultado, teriam interrompido a trajetória de perda de competitividade internacional do país e, até mesmo, nos últimos anos⁶⁹.

f) Investimento e nível de atividade

A expansão dos fluxos internacionais de capitais nos anos 90 permitiu a várias economias em desenvolvimento o aumento dos investimentos domésticos *vis-à-vis* à poupança interna, através do financiamento do saldo negativo da conta de transações correntes. Neste sentido, a poupança externa foi fundamental para as taxas de crescimento da renda dos países em desenvolvimento durante o mais recente ciclo recessivo da economia mundial (1989-1993). No caso brasileiro o que se observa é uma queda significativa da taxa de investimento de

⁶⁶ Almeida (1994).

⁶⁷ Previsão do IPEA para 1994, *Carta de Conjuntura*, N° 51, setembro de 1994.

⁶⁸ Horta et al (1994), p. 241.

⁶⁹ A recuperação da economia norte-americana em 1993 e seu crescimento em 1994 são também fatores determinantes da expansão das exportações brasileiras mais recentemente.

17% do PIB no primeiro trimestre de 1990 para 14.5% no primeiro trimestre de 1993⁷⁰.

É importante observar que os fluxos mais expressivos de capital externo para o Brasil iniciam-se precisamente quando a economia está numa situação de profunda recessão. Para ilustrar, a taxa de crescimento das importações de bens de capital é negativa entre o terceiro trimestre de 1991 (caracterizado por uma grave crise cambial, com reservas de US\$ 7 bilhões) e o primeiro trimestre de 1993 (reservas internacionais de US\$ 18 bilhões)⁷¹. Somente no segundo semestre de 1993 é que a taxa de investimento (ainda baixa, 15,2%) volta aos níveis de 1990, e começa a se verificar um aumento significativo da demanda por importações de bens de capital. Entretanto, neste momento, as reservas internacionais já se aproximavam dos US\$ 25 bilhões. Neste sentido, os recursos externos não forneceram uma fonte complementar de financiamento do investimento doméstico.

Com relação ao investimento e ao nível de atividade produtiva, vale enfatizar uma vez mais que a liberalização cambial e a extraordinária captação de recursos externos ocorreram numa situação de profundo desequilíbrio interno. De fato, o Brasil dos primeiros anos da década de 90 é marcado por profunda crise econômica. O processo inflacionário (ou quase-hiperinflacionário) é acompanhado por uma tendência à contração da renda, de redução da taxa de investimento e de aumento do desemprego. De fato, os recursos externos não cumpriram a função de poupança externa financiadora de um excesso de investimento doméstico sobre a poupança doméstica. Para ilustrar, os dados na Tabela 7 mostram que os empréstimos no exterior foram totalmente inexpressivos como fonte de financiamento dos investimentos na indústria de transformação em 1993.

⁷⁰ IPEA, *Boletim Conjuntural*, N° 26, julho de 1994, p. A41.

⁷¹ *Ibid.*

f) Preços e inflação

Com relação ao período mais recente (meados de 1993 a junho de 1994), caracterizado por um aumento da absorção interna (tanto investimento, como consumo) — associado a um aumento anualizado da renda da ordem de 4,5% e, provavelmente, a um déficit na conta de transações corrente —, a expansão da captação de recursos externos continuou de forma extraordinária. De fato, as reservas internacionais do país mais do que duplicaram no período (US\$ 18,8 bilhões em junho de 1993 e US\$ 40,1 bilhões em junho de 1994), caracterizando uma plethora de recursos externos ou, então, o que no mercado cambial tem sido chamado de “liquidez empoçada”⁷².

Esta “liquidez empoçada” gerada ao longo de 1992 e, principalmente, a partir do último trimestre de 1993, tem tido um impacto definitivo sobre a expansão da base monetária, conforme já foi visto. A questão aqui é até que ponto esta expansão de moeda e, conseqüentemente, do crédito interno para o setor privado, tem afetado negativamente o processo inflacionário.

É bem verdade, conforme também já foi mencionado que o governo tem realizado uma ativa política de esterilização. Neste sentido, no primeiro semestre de 1994 observou-se um contração real da base monetária de 30,2%, enquanto o estoque da dívida mobiliária do governo federal (fora do Banco Central) aumenta de 40,7%. O resultado desta política tem sido taxas de juro muito elevadas, que, *inter alia*, pressionam as contas públicas, encarecem o capital de giro, desestimulam os investimentos e aumentam os *mark-ups*, e geram expectativas desfavoráveis no processo de formação de preços na economia.

⁷² *Gazeta Mercantil*, (“O que fazer com o dólar”), 27 de setembro de 1994.

5. Conclusões

A questão cambial no Brasil nos anos 90 caracterizou-se, inicialmente, por uma grave crise de escassez de divisas, marcada pela centralização da remessa efetiva de divisas no Banco Central em julho de 1989 e pela mididesvalorização em setembro de 1991, quando as reservas internacionais baixam para US\$ 7 bilhões. Cinco anos depois, a situação é de “turbulência” e incerteza no mercado cambial, com um volume de reservas internacionais superiores a US\$ 40 bilhões e um mercado claramente ofertante, caracterizando um evidente fenômeno de “liquidez empoçada”. Esta última situação é bruscamente revertida a partir do final de 1994 com a crise do México, de tal forma que em fevereiro-março de 1995 o país enfrenta uma crise cambial, caracterizada por uma queda brutal das reservas internacionais e pela alta turbulência no mercado cambial. Nestes cinco anos, o lado real da economia passou por uma profunda recessão em 1990-92 e uma recuperação em 1993-94, enquanto a taxa de investimento caiu e permaneceu baixa ao longo dos anos. Neste período, o país presenciou momentos de quase hiperinflação (80% março de 1990 e 50% em junho de 1994).

Nestes últimos anos o regime cambial brasileiro experimentou várias alterações importantes e os experimentos foram os mais diversos: câmbio fixo temporário (congelamento), livre flutuação, mididesvalorização, minidesvalorização, metas reais, banda com limite superior, etc. A classificação, talvez a menos inapropriada, seja de um regime cambial com “flutuação administrada”. O fato fundamental, entretanto, é que o regime cambial brasileiro, no contexto de profundos desequilíbrios internos e externos, caracterizou-se pela discricionariedade no processo de formação de preços (determinação da taxa de câmbio). A flexibilidade e a discricionariedade que caracterizam o regime cambial brasileiro decorrem, na realidade, da própria vulnerabilidade externa do país e dos seus desequilíbrios internos.

Talvez seja esta vulnerabilidade externa que esteja na origem de uma organização institucional do mercado cambial que pode ser considerada eficaz. Esta eficácia reflete-se na regulamentação, definição de normas, fiscalização, administração de reservas, e intervenção no mercado cambial. O sistema de câmbio múltiplo ou dual (se desconsiderarmos o mercado paralelo) permite uma certa segmentação, ainda que haja canais de comunicação entre eles e a autoridade monetária mantenha instrumentos ágeis de intervenção nos diversos segmentos.

Por seu turno, a política cambial passou por, pelo menos, cinco fases ao longo dos últimos dez anos⁷³. O elemento de maior influência na política cambial foi, sem dúvida alguma, a estabilização macroeconômica. Entretanto, a manutenção da competitividade das exportações do país e a recuperação das reservas (após grave crise cambial) também foram determinantes importantes na evolução da política cambial ao longo dos anos. A análise das taxas de câmbio real e de câmbio real efetiva mostram tendências de apreciação cambial, principalmente, nos períodos de aceleração do processo inflacionário (outubro de 1987-fevereiro de 1990; outubro de 1991-junho de 1994).

A maior peculiaridade da questão cambial brasileira nos últimos anos tem sido a liberalização do acesso ao mercado, tanto pelo lado da oferta como da demanda. A liberalização cambial foi marcada, inicialmente, pela criação do segmento de câmbio flutuante em 1989, e seguida por maiores facilidades para investidores estrangeiros (tanto em termos de ingresso como saída de recursos) a partir de 1990, e para residentes nas suas transações internacionais. Houve, de fato, um aumento significativo da conversibilidade ao longo dos anos, com menores controles por parte das autoridades monetárias em termos de entrada e saída do mercado de divisas. A liberalização no âmbito

⁷³ De janeiro de 1985 a setembro de 1987, de outubro de 1987 a fevereiro de 1990, de março de 1990 a setembro de 1991, de outubro de 1991 a junho de 1994, e de julho de 1994 até o momento (meados de 1995).

do quadro jurídico-institucional foi, sem dúvida alguma, importante, ainda que os determinantes fundamentais da captação de recursos externos (no contexto de excesso de liquidez) a partir de 1992 sejam, de fato, o enorme diferencial de taxas de juro interna e externa, assim como a extraordinária rentabilidade do mercado de capitais. Para ilustrar, a taxa de juro interna tem correspondido a um múltiplo da taxa de juro internacional (8.21 no período janeiro 1992-junho 1994).

No caso brasileiro o processo de liberalização cambial, maior conversibilidade via conta de capital, não parece ter tido as condições necessárias. Este processo parece ocorrer de uma forma um tanto abrupta e no contexto de grave crise de estabilização macroeconômica. A ausência das condições para o processo de liberalização cambial é evidente se consideramos o impasse do déficit público, a não-realização da reforma fiscal, e a vulnerabilidade financeira externa (expressada no serviço da dívida externa).

Não se coloca em dúvida as vantagens associadas à maior captação de recursos externos, visto que é poupança externa que viabiliza o excesso de investimento doméstico sobre a poupança interna. A discussão do impacto macroeconômico da liberalização cambial em países em desenvolvimento sugere, pelo menos, uma visão cautelosa e reticente quanto à relação custo/benefício. No caso brasileiro, observa-se uma tendência de apreciação cambial e de desalinhamento significativo da taxa de câmbio. Ademais, a instabilidade cambial parece ter se agravado no período mais recente, gerando incerteza e riscos para os agentes econômicos.

A acumulação extraordinária de reservas internacionais, no bojo de processo de liberalização cambial e no contexto de excesso de liquidez internacional, tem tido um custo não-desprezível para a economia brasileira. As estimativas para o primeiro semestre de 1994 mostram que a manutenção de reservas internacionais extraordinariamente elevadas tem custado, pelo menos, 1,4% do PIB. Este acúmulo de reservas

(como reação passiva, ou política ativa) tem, ademais, impacto negativamente sobre o controle dos agregados monetários e sobre o volume de crédito na economia. Neste sentido, houve comprometimento da política de combate à inflação.

A captação de recursos externos tem forçado o governo a uma política de esterilização, que tem estado na origem do círculo vicioso "dívida pública - juros altos - mais captação - mais endividamento". O resultado disto é que, enquanto a taxa juro interna correspondeu a 8.21 vezes a taxa de juro internacional no período janeiro de 1992-junho de 1994, a dívida mobiliária do governo federal (fora do BACEN) aumenta em mais de 400% neste período (sai de US\$ 12 bilhões para US\$ 59 bilhões).

O ingresso de recursos externos e a apreciação cambial nos últimos anos não estiveram associados a um aumento do déficit em conta corrente do balanço de pagamentos do país, com exceção do período mais recente do Plano Real. E isto, no contexto de liberalização comercial. Sem dúvida alguma, a profundidade da crise econômica foi determinante desta situação. Entretanto, houve uma perda de competitividade internacional da economia brasileira que pode ser explicada, em grande medida, pela apreciação cambial.

A liberalização cambial pode ter efeitos positivos, principalmente, sobre a alocação de recursos e sobre o financiamento do crescimento. Entretanto, a liberalização cambial, sem as condições necessárias, e no contexto de elevado instabilidade e incerteza, pode agravar ainda mais a já altamente instável situação macroeconômica do país. Não é por outra razão, que a introdução de novos controles sobre os fluxos internacionais de capitais está presente na agenda atual do debate sobre política econômica. Ademais, não se deve negligenciar o fato de que o país apresenta uma vulnerabilidade externa significativa no que se refere ao movimento internacional de capitais e que o cenário internacional é volátil. Afinal, da crise cambial profunda em setembro de 1991 à "liquidez empoçada"

de setembro de 1994 foram só três anos, enquanto desta à crise cambial de 1995 foram pouco mais de três meses!

É neste contexto que o governo brasileiro lança e implementa o Plano Real em 1º de julho de 1995, cujo objetivo central era a estabilização do nível de preços. O Plano assentou-se na desindexação parcial dos salários, congelamento das tarifas públicas, especificação de metas monetárias, aceleração da abertura comercial e, inicialmente, na definição de uma paridade R\$ 1 = US\$ 1, na ponta de venda. Logo no dia seguinte ao anúncio do Plano, a cotação do dólar no mercado cambial foi de R\$ 0,92 e o governo deixou o mercado funcionar livremente até que em setembro e outubro o mercado apresentou-se muito volátil, de forma que o governo foi obrigado a intervir diretamente. Os movimentos especulativos que ocorreram, num contexto de excesso de liquidez (via antecipação dos contratos de câmbio) levaram o governo a intervir no sentido de sustentar uma taxa cambial em torno de R\$ 0,85.

Neste sentido, pode-se afirmar que o Brasil passou a ter um regime cambial semi-fixo visto que a ponta de venda está definida em R\$ 1 (o que caracterizaria uma garantia de âncora nominal). Mas, ao mesmo tempo, o mercado funcionou livremente no sentido de fixar a taxa de câmbio e, no contexto de excesso de oferta de divisas, levou a uma taxa significativamente abaixo da paridade. Para evitar as turbulências no mercado o governo passou, desde outubro, a fazer intervenções no mercado sempre que surjam sinais de maior volatilidade da taxa de câmbio. Ainda que não haja nenhuma política explícita do governo, as intervenções levaram o mercado cambial a acreditar que a taxa considerada como de "equilíbrio" pelo governo era de R\$ 0.85, e as intervenções ocorreriam para manter a taxa de mercado oscilando numa banda de aproximadamente $\pm 3\%$.

Contudo, com a crise do México em dezembro de 1994 e a crise cambial de fevereiro-março de 1995, o governo foi forçado a mudar mais uma vez a política cambial. Desta vez foi

anunciada a criação de uma banda cambial (0,88-0,93). Até quando vai durar esta política é uma incógnita de extrema relevância para o programa de estabilização. O fato fundamental, entretanto, é que mais uma vez manifestou-se claramente a vulnerabilidade externa da economia brasileira, que aumentou ainda mais no contexto globalização financeira e da liberalização cambial dos últimos anos.

A restrição externa volta a ser uma variável de grande significância para a economia brasileira, forçando, inclusive, um retrocesso na política comercial e mudanças abruptas na política cambial. Neste sentido, dificilmente pode-se escapar à recomendação de se dar um retrocesso no processo de liberalização cambial, com limitações a despesas na conta de serviços e maior controle sobre entradas e saídas na conta de capital.

Para concluir, em trabalho recente argumenta-se que “embora a globalização financeira restrinja a autonomia de política dos estados nacionais, estes retêm uma margem considerável para influenciar a economia doméstica através das suas escolhas de política”⁷⁴. Essa conclusão geral converge na direção do resultado específico a que chegamos neste estudo sobre a economia brasileira: a opção-chave de política econômica refere-se ao maior controle sobre o movimento de capitais.

⁷⁴ Harris (1995), p. 200.

Bibliografia

- Akyüz, Yilmaz (1991), “Inestabilidad e incertidumbre en los mercados financieros internacionales”, *Boletín del CRMLA*, noviembre-diciembre, pp. 265-292.
- Akyüz, Yilmaz (1993), “Financial liberalization: the key issues”, Geneva, United Nations Conference on Trade and Development, *Discussion Papers*, Nº 56, March.
- Akyüz, Yilmaz e A. Cornford (1994), “Regimes for international capital movements and some proposals for reform”, Geneva, United Nations Conference on Trade and Development, *Discussion Papers*, Nº 83, May.
- Almeida, G. Bacha de (1994), “Indicadores de competitividade para a indústria brasileira no período 1974/91”, em *Perspectivas da Economia Brasileira. 1994*, Brasília, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, p. 359-396.
- BACEN-BM, *Boletim Mensal*, Brasília, Banco Central do Brasil, mensal, diversos números.
- BACEN-DEORI, *Mercosul. Informações Seleccionadas*, Brasília, Banco Central do Brasil, Departamento de Organismos e Acordos Internacionais, diversos números.
- BACEN-CNC, *Consolidação das Normas Cambiais*, Brasília, Banco Central do Brasil, atualizado periodicamente.
- BACEN-PE, *Brasil. Programa Econômico*, Brasília, Banco Central do Brasil, trimestral, diversos números.
- BACEN-RA, *Relatório Anual*, Brasília, Banco Central do Brasil, anual, diversos números.
- BACEN (1995), “Nota para a Imprensa”, 26 de abril de 1995. Brasília, Banco Central do Brasil.

- BACEN (1993), *O Regime Cambial Brasileiro. Evolução Recente e Perspectivas*, Brasília, Banco Central do Brasil.
- Bacha, Edmar L. (1993.a), "Selected international policy issues on private market financing for developing countries", *Texto para Discussão*, Nº 298, Departamento de Economia, PUC-RJ.
- Bacha, Edmar L. (1993.b), "Latin America's reentry into private financial markets: domestic and international policy issues", *Texto para Discussão*, Nº 299, Departamento de Economia, PUC-RJ.
- Barros, Octavio de (1993), "Oportunidades abertas para o Brasil face aos fluxos globais de investimento de risco e de capitais financeiros nos anos 90", Nota Técnica, Estudo da Competitividade da Indústria Brasileira, MCT/FINEP/PADCT, Campinas, mimeo.
- Barros, Octavio de, e Ana Paula F. Mendes (1994), "O financiamento externo brasileiro e a captação de recursos via títulos e bônus", *Revista do BNDES*, Vol. 1, Nº 1, junho, p. 175-200.
- BIS (1994), *Annual Report. 1994*, Basle, Bank for International Settlements.
- Calvo, Guillermo A. et al (1993), "Capital in flows and real exchange rate appreciation in Latin America", *IMF Staff Papers*, Vol. 40, Nº 1, March, pp. 108-151.
- Canuto, Otaviano (1993), "Investimento direto externo e reestruturação industrial", Campinas, São Paulo, Instituto de Economia, UNICAMP, *Texto para Discussão* Nº 27.
- Cesar, Leonardo C. L. (1994), "O investimento estrangeiro no mercado de capitais brasileiro no início da década de 90", Monografia, Departamento de Economia, FEA/UFRJ, mimeo.
- Gonçalves, Reinaldo (1995), "A questão cambial no Brasil: Mercado, regime e política", Rio de Janeiro, Instituto de Economia/UFRJ, mimeo.
- Gonçalves, Reinaldo (1994), *Ô Abre-alas: A Nova Inserção do Brasil na Economia Mundial*, Rio de Janeiro, Ed. Relume-Dumará.
- Harris, Laurence (1995), "International financial markets and national transmission mechanisms", em J. Michie and J. G. Smith (eds.), *Managing the Global Economy*, Oxford University Press, p. 199-212.
- Horta, Maria Helena et al. (1994), "Fontes de crescimento das exportações brasileiras na década de 80", em *Perspectivas da Economia Brasileira. 1994*, Brasília, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, p. 197-203.
- Mathieson, Donald J. e Liliana Rojas-Suarez (1992), "Liberalization of the capital account: Experiences and issues", Washington DC, International Monetary Fund, *IMF Working Paper* WP/92/46.
- Meyer, Arno (1994), "Os limites internos do ingresso de capitais externos no Brasil no início da década dos 90", São Paulo, Instituto de Economia do Setor Público, *Texto para Discussão*, Nº 15, fevereiro.
- Nabão, Márcia (1993), "Os efeitos de variações cambiais sobre o déficit público", *Revista de Economia Política*, Vol. 13, Nº1, janeiro-março, pp. 5-24.
- Souza, Francisco E. P. de (1994), "O novo regime cambial brasileiro e suas conseqüências para a política econômica", Rio de Janeiro, Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, março, mimeo.
- Turner, Philip (1991), *Capital Flows in the 1980s: A Survey of Major Issues*, Basiléia, Bank for International Settlements,

Monetary and Economic Department, BIS Economic Papers,
Nº 30.

UNCTAD (1987), "The exchange rate system", em *International Monetary and Financial Issues for Developing Countries*, Geneva, United Nations Conference on Trade and Development, pp. 77-123.

Zini Jr., Álvaro A. (1993), *Taxa de Câmbio e Política Cambial no Brasil*, São Paulo, Edusp.

Zini Jr., Álvaro A. (1994), "Capital flows, monetary instability and financial sector reform in Brazil", São Paulo, Universidade de São Paulo, mimeo.

ANEXO

TABELA 1:

TAXAS DE JURO INTERNA E EXTERNA
(em porcentagem)

	1992	1993	1994	Janeiro-1992 Junho-1994
Taxa de juro externa				
Média mensal	0.32	0.28	0.35	0.31
Anualizada	3.90	3.41	4.28	3.78
Taxa de juro interna				
Média mensal	3.01	1.52	2.34	2.28
Anualizada	42.74	19.84	31.99	31.06
Diferencial de taxas de juro interna e externa				
Média mensal	2.69	1.24	1.99	1.97
Anualizada	37.51	15.93	26.67	26.37
Razão entre a taxa de juro interna e a externa				
Anualizada	10.95	5.81	7.47	8.21

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração do autor.

Notas: A taxa de juro externa refere-se à Libor, dólar norte-americano, por seis meses. A taxa de juro interna refere-se à remuneração nominal dos títulos do governo federal, overnight, corrigida pela variação cambial.

TABELA 2:

TAXA DE CÂMBIO REAL: TENDÊNCIAS
(Período: janeiro 1985-junho 1994)

Período	Jan.85/ Set.87		Out.87/ Fev.90		Mar.90/ Set.91		Out.91/ Jun.94		Jan.85/ Jun.94	
	b	R2	b	R2	b	R2	b	R2	b	R2
Número de meses	33		29		19		33		114	
Variável	b	R2	b	R2	b	R2	b	R2	b	R2
eIPATOT1	-0.812	0.595	-0.653	0.910	0.471	0.608	-1.455	0.799	-0.504	0.686
eIPATOT3	1.104	0.354	-0.615	0.958	0.385	0.569	-1.120	0.771	-1.447	0.386
eIPAINDI	-0.830	0.344	-0.520	0.738	0.371	0.821	-1.693	0.961	-1.352	0.589
eIPAINDI3	0.891	0.518	-0.525	0.850	0.322	0.792	-1.269	0.919	-1.094	0.226
eINPC1	-0.770	0.707	-0.611	0.865	0.612	0.389	-2.831	0.752	-1.363	0.766
eINPC3	*0.310	0.027	-0.560	0.898	0.473	0.391	-2.009	0.771	-1.622	0.564
eIGP1	-0.739	0.775	-0.650	0.909	0.528	0.531	-1.433	0.867	-1.260	0.775
eIGP3	*0.213	0.010	-0.597	0.951	0.414	0.503	-1.116	0.836	-1.543	0.594

Fonte: Elaboração do autor. Dados mensais.

Notas: Regressão da taxa de câmbio com relação à variável tempo (t): $e = a + b(t)$

R2 - coeficiente de correlação.

Todos os coeficientes (b) são estatisticamente significativos ao nível de 5%, exceto aqueles marcados com (*), e IPATOT1

- taxa de câmbio real (Moeda nacional/US\$) usando preço por atacado IPA-OG-Total no país e preço por atacado no exterior e IPATOT3 - taxa de câmbio real efetiva (Moeda nacional/cesta de moedas) usando preço por atacado
 IPA-OG- Total no país e preço por atacado no exterior, ponderada pela corrente de comércio e IPAIND1 - taxa de câmbio real (Moeda nacional/US\$) usando preço por atacado IPA-OG-Indústria no país e preço por atacado no exterior e IPAIND3 - taxa de câmbio real efetiva (Moeda nacional/cesta de moedas) usando preço por atacado
 IPA-OG- Indústria no país e preço por atacado no exterior, ponderada pela corrente de comércio e INPC1 - taxa de câmbio real (Moeda nacional/US\$) usando preço ao consumidor INPC no país e preço por atacado no exterior e INPC3 - taxa de câmbio real efetiva (Moeda nacional/cesta de moedas) usando preço ao consumidor INPC no país e preço por atacado no exterior, ponderada pela corrente de comércio e IGPI - taxa de câmbio real (Moeda nacional/US\$) usando o índice geral de preços IGP-DI no país e preço por atacado no exterior e IGP3 - taxa de câmbio real efetiva (Moeda nacional/cesta de moedas) usando o índice geral de preços IGP-DI no país e preço por atacado no exterior, ponderada pela corrente de comércio

TABELA 3:

CUSTO DA ACUMULAÇÃO DE RESERVAS INTERNACIONAIS: 1992-1994

	Reservas Internacional	Libor Anual	Libor Mensal	Taxa Overnight mensal	Varição do câmbio no mês	Taxa de Juro Real Over/Câmbio	Diferencial Juro Interno e Externo	Custo do Aumento de Reservas
	(a)	(b)	(c)	(d)	(e)	(f)	(g)	(h)
1992								
Jan	9.682	4.21	0.34	29.10	23.50	4.53	4.19	68
Fev	11.081	4.27	0.35	28.80	23.60	4.21	3.86	117
Mar	13.741	4.56	0.37	26.90	21.90	4.10	3.73	212
Abr	15.162	4.31	0.35	23.90	20.50	2.82	2.47	175
Mai	16.919	4.11	0.34	23.00	18.90	3.45	3.11	276
Jun	18.109	4.13	0.34	24.30	20.90	2.81	2.47	249
Jul	18.941	3.66	0.30	26.20	22.00	3.44	3.14	342
Ago	18.932	3.55	0.29	25.60	22.00	2.95	2.66	289
Set	17.682	3.36	0.28	27.70	24.70	2.41	2.13	205
Out	19.366	3.44	0.28	28.20	25.50	2.15	1.87	211
Nov	19.883	3.82	0.31	26.40	23.80	2.10	1.79	211
Dez	19.008	3.72	0.30	25.90	24.40	1.21	0.90	98
1993								
Jan	18.779	3.49	0.29	28.50	26.90	1.26	0.97	104
Fev	18.493	3.37	0.28	28.90	26.30	2.06	1.78	186
Mar	17.960	3.36	0.28	28.40	26.50	1.50	1.23	121

continuação

Abr	17.816	3.34	0.27	30.50	28.50	1.56	1.28	125
Mai	18.661	3.35	0.27	30.90	29.20	1.32	1.04	110
Jun	18.814	3.49	0.29	31.90	30.30	1.23	0.94	101
Jul	19.619	3.51	0.29	32.70	31.00	1.30	1.01	116
Ago	20.277	3.47	0.28	34.60	33.00	1.20	0.92	112
Se	20.116	3.38	0.28	37.20	35.30	1.40	1.13	136
Out	22.229	3.39	0.28	38.40	35.90	1.84	1.56	221
Nov	24.290	3.52	0.29	38.40	35.60	2.06	1.78	288
Dez 1994	25.878	3.49	0.29	40.40	38.20	1.59	1.31	232
Jan	29.138	3.43	0.28	42.80	40.60	1.56	1.28	270
Fev	30.525	3.74	0.31	42.00	39.00	2.16	1.85	416
Mar	32.295	4.16	0.34	46.40	43.30	2.16	1.82	442
Abr	35.062	4.56	0.37	46.50	42.58	2.75	2.38	642
Mai	38.270	4.93	0.40	47.90	44.00	2.71	2.31	697
Jun	40.131	5.00	0.41	50.60	46.65	2.69	2.29	733

Fonte: Elaboração do autor. Dados do Banco Central do Brasil. Valores em us\$ milhões e taxas em porcentagem.

Notas: (a) Conceito de caixa: haveres prontamente disponíveis.

(b) Taxa de juro anual Libor Dólar norte-americano 6 meses.

(c) Taxa de juro mensal Libor Dólar norte-americano 6 meses.

(d) Taxa de juro sobre títulos federais (overnight) taxa mensal.

(e) Variação nominal do câmbio (moeda nacional/US\$) no mês.

(f) Taxa de juro interna no mês (juro interno deflacionado pela variação nominal do câmbio).

(g) Diferencial entre taxa de juro interna e externa.

(h) Impacto do aumento de reservas com relação ao nível médio de 1991 (US\$ 8038 milhões).

TABELA 4:

CUSTO DA ACUMULAÇÃO DE RESERVAS COMO PROPORÇÃO DO
(Valores em us\$ milhões)

	1992	1993	1994 Janeiro -Junho	Jan 1992- Jun 1994
A. Custo mensal	205	155	534	251
B. Custo no período	2460	1858	3202	7522
C. PIB	417000	433680	225300	1076000
D. Impacto (B/C) (%)	0.59	0.43	1.42	0.70

Fonte: Elaboração do autor. Dados do Banco Central do Brasil.

Notas: O custo mede o impacto do aumento de reservas com relação ao nível médio de 1991 (US\$ 8038 milhões).

Taxas de crescimento do PIB: 1993 = 4.0% e primeiro semestre de 1994 = 3.9%.

TABELA 5:

CAPTAÇÃO DE RECURSOS EXTERNOS
(em US\$ milhões)

Discriminação	1991	1992	1993	1994
TOTAL	11627	17791	32667	43073
Investimentos	1455	5188	15928	27214
Portfólios	760	3864	14971	21600
Diretos	695	1324	877	2241
F. R. Fixa	-	-	80	1434
Fundos privatização	-	-	-	1939
Empréstimos em Moeda	4408	7979	11031	8756
Com. Firce nº10	470	922	769	1053
Res. nº63	6	856	597	201
Commercial Paper	1783	1190	338	182
Bonus e Notes	1507	4833	7598	5961
Export Securities	278	30	675	261
Renovações	364	148	1054	1098
Financiamentos	4160	2332	3282	4353
Registrados	858	447	449	630
Autorizados	3302	1885	2833	3723
Leasing e Aluguel	1519	1173	1005	842
Pagamentos Antecip. exportação	85	1119	1421	1908

Fonte: Banco Central, Nota para a Imprensa, 26 de abril de 1995.

TABELA 6:

CONTAS PÚBLICAS: USOS E FONTES
(Em percentagem do PIB)

	1991	1992	1993
Usos			
Resultado primário	-2.8	-1.3	-1.8
Juros dívida interna	1.1	1.9	1.4
Juros dívida externa	1.9	1.3	1.2
Fontes			
Financiamento interno	-2.2	0.6	1.4
Financiamento externo	-0.5	-2.1	-3.7
Emissão de moeda	2.9	3.4	3.0
Resultado operacional	0.2	1.9	0.7

Fonte: Banco Central do Brasil, Boletim Mensal, Volume 30, Nº 5, maio de 1994, p. 152.

Nota: Reflete a relação dos fluxos com o PIB a preços correntes.

FONTES DOS RECURSOS INVESTIDOS NA INDÚSTRIA DE TRANSFORMAÇÃO: 1993
(segundo a categoria de uso; em percentagem)

	Lucros e reservas	Subscrição de ações	Empréstimos no país	Empréstimos no exterior	Incentivos fiscais	Não especificado
Bens de consumo final	55	3	22	2	0	18
Bens de capital	71	1	20	3	1	4
Materiais de construção	79	0	11	4	3	3
Bens de consumo intermediário	26	2	14	3	1	54

Fonte: *Conjuntura Econômica*, Volume 48, N° 10, outubro de 1994, p. 55.

Últimos textos publicados

337. CASTRO, Antonio Barros de. Estabilizar e crescer; o paradoxo do desajuste na estabilidade. Rio de Janeiro: UFRJ/IEI, 1995. (36 pág.)
336. FIORI, José Luis. O Federalismo frente ao desafio da globalização. (Inclui o texto. "Por que governabilidade? Qual governabilidade?"). Rio de Janeiro: UFRJ/IEI, 1995. (46 pág.)
335. LA ROVERE, Renata Lèbre. IT diffusion in the Brazilian public sector, organizational culture versus efficiency. Rio de Janeiro: UFRJ/IEI, 1995. (16 pág.)
334. TOLIPAN, Ricardo de Mendonça Lima. Anotações sobre a história do pensamento econômico. Rio de Janeiro: UFRJ/IEI, 1995. (24 pág.)
333. CARVALHO, Fernando J. Cardim de. Paul Davidson's rediscovery of Keynes's finance motive and the liquidity preference versus loanable funds debate. Rio de Janeiro: UFRJ/IEI, 1995. (22 pág.)
332. MACHADO, João Bosco Mesquita. MERCOSUL: uma Agenda para a Consolidação da União Aduaneira. Rio de Janeiro: UFRJ/IEI, 1995. (23 pág.)
331. CARVALHO, Fernando José C. de. Economic policies for monetary economies: keynes's economic policy proposals for an unemployment-free economy. Rio de Janeiro: UFRJ/IEI, 1995. (38 pág.)
330. GUIMARÃES, Eduardo Augusto. Política de compras do estado: a experiência Internacional. Rio de Janeiro: UFRJ/IEI, 1995. (39 pág.)
329. PRADO Luiz Carlos Delorme. A Economia política da integração a experiência do MERCOSUL. Rio de Janeiro: UFRJ/IEI, 1995. (44 pág.)
328. CARVALHO, Fernando José Cardim de. Política de rendas: ganhos e perdas da intervenção no sistema de preços. Rio de Janeiro: UFRJ/IEI, 1995. (38 pág.)